

## 事務局説明資料（ご議論いただきたい事項）

---

2026年6月18日



金融庁

Financial Services Agency, the Japanese Government

# 目次

---

I.	VCRHsの見直しの趣旨	P2
II.	VCRHsの見直し案	
1.	推奨される事項	P4
2.	期待される事項	P14
3.	その他	P22

## I. VCRHsの見直しの趣旨

### II. VCRHsの見直し案

1. 推奨される事項
2. 期待される事項

## VCRHsの見直しの趣旨

- 2024年10月、本有識者会議においてVCRHsが策定されて以降、官民連携の下、**VCRHsの周知・普及**を通じて、VC業界における受託者責任やガバナンス体制の整備等に係る認識の向上が図られてきた。
- 一方、ユニコーン数やスタートアップの資金調達額については、「スタートアップ育成5か年計画」の目標にはまだ遠く、日本成長戦略会議の「スタートアップ政策推進分科会」報告書<sup>(注)</sup>では、「我が国を世界に伍するスタートアップエコシステムとするためには、スケールアップのための成長資金供給の強化が引き続き大きな課題である」とまとめられている。こうした観点から、**VCからスタートアップへの資金供給の促進**を通じたエコシステムの更なる拡大が期待されている。
- また、個別企業の不祥事を受けて**投資先企業のコンプライアンス管理の重要性が改めて認識**されたことや、**IPOを前提としない多様な出口戦略の遂行**がより一層求められていること等、VCを取り巻く環境も刻々と変化している。そうした中で、広く内外機関投資家から資金調達を目指すVCには、**受託者責任やリターン実現の在り方等について、より一層の対応の高度化**が求められている。
- VCRHsにおいては、市場環境の変化やVCをとりまく慣行・望ましい姿についての視点の変化を踏まえ、必要に応じて**フォローアップ・見直しの検討を行うことが明記**されている。このため、VC・LP・スタートアップに対して現状・課題を把握するためのアンケート調査を実施した。当該アンケート結果等を踏まえ、アセットクラスとしてのVCの魅力を高め、内外機関投資家からの資金供給の更なる拡大に資するよう、**VCRHsの見直しを行うことが適当ではないか。**

(本文抜粋) <本推奨・期待される事項のフォローアップ>

本推奨・期待される事項は、現状の実務における機関投資家の視点を踏まえつつ、我が国のスタートアップエコシステムの発展を見据えた視点から策定したものである。今後も、国内外の市場環境の変化に応じてVCをとりまく慣行や望ましい姿についても視点の変化が生じ得るものであり、本推奨・期待される事項を策定した後においても、業界団体を含めた関係者において、内外機関投資家からの資金調達状況も含めた実態調査等を行い、必要に応じ、本有識者会議において、フォローアップ・見直しの検討を行うものとする。

I. VCRHsの見直しの趣旨

II. VCRHsの見直し案

1. 推奨される事項

2. 期待される事項

3. その他

# VCRHsの見直し案 受託者責任・ガバナンス①

推奨される事項			期待される事項		
受託者責任・ガバナンス	利益相反管理等	情報提供	投資方針	投資先企業の価値向上	その他

## 1. 受託者責任 見直しの方向性

- アンケート結果(資料4 P8)では、7割を超えるVCが顧客への受託者責任に関する社内規程を策定しており、受託者責任に関して、一定の浸透が見られる。
- 一方、受託者責任の観点では、GPは、投資先企業の不祥事によってLPに不測の損失が生じないように、**投資先企業のコンプライアンスも含めた経営状況**(例:会計基準に準拠した会計処理、法令遵守、反社会的勢力との関係排除、企業の成熟度に応じたサイバーセキュリティを含むBCP対応)について**十分に把握することも重要**であり、その旨について追記してはどうか。
- また、その具体的な方法の例として、GPは、会計・財務・法務等に関するデューデリジェンスを行う際に、必要に応じて、
  - ・外部の知見も借りながら、その適切性を確認することも考えられること
  - ・投資先企業の商品等の取引先にヒアリングを実施し、会計情報等とヒアリング内容を照合することも考えられること(注)
 について、追記してはどうか。
- あわせて、GPとして**受託者責任を遂行**するには、ファンド責任者のみならず、キーパーソンをはじめとする**ファンド役職員に受託者責任の意識を浸透させていくことが肝要**であり、GPはその浸透のため、**ファンド内で周知を図っていくことが重要**である旨について、追記してはどうか。

(注) 一部VCでは、スタートアップへの投資検討時にコンプライアンス管理の適切性を確認するため、第三者機関等への会計・財務・法務等に関するデューデリジェンスの委託や、当該スタートアップの取引先へのヒアリングを通じた会計情報等の検証を実施している。

## VCRHsの見直し案 受託者責任・ガバナンス②

## 推奨される事項

## 期待される事項

受託者責任・ガバナンス

利益相反管理等

情報提供

投資方針

投資先企業の価値向上

その他

## 1. 受託者責任 見直し案

※赤字部分を追記

1. GPはLPに対する受託者責任を果たすために、投資先企業の企業価値最大化を通じ、LPの持分価値の最大化に向けて、VCを運営していくことが求められていることを十分に認識し、必要な説明責任を果たすことが推奨される。

LPとGPの意思疎通を促進する観点から、LPとGP間で利益相反事項のほかファンド運営に関する重要な事項等が議論されるよう、LPの代表又はLPの指名を受けた者により構成される諮問委員会(LPAC)を設置する等、LPの意見が十分に反映されることが推奨される。

(注1)略

(注2) GPはLPに対する受託者責任を果たすために、**キーパーソンを含むファンドの役職員に対し、受託者責任の意識の浸透を図るとともに**、その構築する経営体制や、コンプライアンス管理、利益相反管理等の体制について、LPに説明を行い、理解を得ることも重要である。

(注3) GPは投資先企業の企業価値の毀損を通じて、LPに不測の損失が生じることがないように、投資先企業の選定時及び投資実行後において、スタートアップのコンプライアンスも含めた経営状況(例:会計基準に準拠した会計処理、法令遵守、反社会的勢力との関係排除、企業の成熟度に応じたサイバーセキュリティを含むBCP対応)について十分に把握することが推奨される。そうした観点から、GPは投資先企業の選定時に、必要に応じて、外部の知見も借りながら、会計・財務・法務等に関するデューデリジェンスを実施することが考えられる。また、その際に必要に応じてスタートアップの取引先に対するヒアリングを実施する等、第三者目線を踏まえて検証することも有益と考えられる。

## VCRHsの見直し案 受託者責任・ガバナンス③

推奨される事項			期待される事項		
受託者責任・ガバナンス	利益相反管理等	情報提供	投資方針	投資先企業の価値向上	その他

### 3. コンプライアンス管理 見直しの方向性

- ハラスメント防止について、アンケート結果(資料4 P8)では、9割を超えるVCがハラスメント防止に関する社内規程を策定している。また、日本ベンチャーキャピタル協会(以下、「JVCA」という。)においても、定期的に研修を実施する等、**業界内に一定の浸透**が見られる。
- 他方、インクルーシブなエコシステム形成に向けて、「スタートアップ政策推進分科会」報告書の中でも、「女性起業家を含むスタートアップ関係者の人権を擁護しハラスメントに遭いにくい環境を作る」ことが提言されている。

GPにおけるハラスメント防止に係る体制整備や意識のより一層の向上を図るため、GPは、**GP内のハラスメント防止及びGPから投資先企業へのハラスメント防止に係る規定を整備することが推奨される旨**、追記してはどうか。
- また、GPは各種規程の整備や体制の確保に加え、GP内の役職員にコンプライアンス意識が浸透されるよう、

  - ・**定期的な研修の受講等を通じて意識啓発を図ることや、**
  - ・**ステークホルダー(役職員や投資先企業を含む)がハラスメントに関する相談を安心してできるよう、GP内の独立窓口や第三者機関による相談窓口を設置すること**

も考えられる。こうした点を追記してはどうか。

# VCRHsの見直し案 受託者責任・ガバナンス④

## 推奨される事項

## 期待される事項

受託者責任・ガバナンス

利益相反管理等

情報提供

投資方針

投資先企業の価値向上

その他

### 3. コンプライアンス管理 見直し案

※赤字部分を追記

3. 関連法令、ファンドに関する契約等を遵守するため、LPの要求水準に応じた適切な範囲において、コンプライアンス管理の責任者の明確化や非公表情報の取扱い、**GP内及び投資先企業へのハラスメント防止** その他業務運営に必要な規程を整備し、コンプライアンス管理の体制を確保することが推奨される。

(注1)略

(注2)コンプライアンス管理に当たっては、定期的な研修や講習の受講等を通じて、GP内の役職員の意識啓発が継続的に図られることが重要である。

(注3)ハラスメント防止に関しては、ステークホルダー(役職員や投資先企業を含む)が、安心して相談ができるよう、GP内の独立窓口や第三者機関による相談窓口を設置することが考えられる。

# VCRHsの見直し案 利益相反管理等①

## 推奨される事項

## 期待される事項

受託者責任・ガバナンス

利益相反管理等

情報提供

投資方針

投資先企業の価値向上

その他

## 5. 利益相反管理 見直しの方向性

- 利益相反管理は、受託者責任に基づき、GPが善管注意義務及び忠実義務を適切に果たす観点から、極めて重要である。この点、JVCAにおいても「コンプライアンスハンドブック」<sup>(注)</sup>を整備し、その中で利益相反の考え方や事例を整理する等、**業界内にその意識は浸透しつつある。**
- 一方、近年はファンド運営の高度化や複層化が進展する中で、GPによる他事業との兼任・兼業、複数ファンドの並行運営など、**構造的に利益相反が生じ得る局面が発生している。**  
特に複数ファンドを運営する場合については、GP内のリソース配分や投資機会、エグジットのタイミング等を巡り、**ファンド間における利益相反の問題が生じやすい状況**にあり、GPには利益相反管理をより一層徹底することが求められる。
- このため、他事業との兼任・兼業や複数ファンドの運営を行う場合に関する現行のVCRHsの記載の中に、GPは**利益相反が生じやすい運営構造にあることを認識し、利益相反のおそれがないかを広く検証**することが推奨される旨を追記してはどうか。

(注)JVCAにおいて2021年12月に協会員向けに作成。その後、2025年6月には第2版を作成。

## VCRHsの見直し案 利益相反管理等②

## 推奨される事項

## 期待される事項

受託者責任・ガバナンス

利益相反管理等

情報提供

投資方針

投資先企業の価値向上

その他

## 5. 利益相反管理 見直し案

※赤字部分を追記

5. GPはLPに対する受託者責任を果たす観点から、ファンド組成時において、利益相反が生じ得る事項の特定とその管理体制に関する検討を行い、LPに十分に説明することが推奨される。また、LPとGP間の利益相反事項については、LPACに諮問を求める等、利益相反のおそれに対処することが推奨される。

特に、GPが他事業との兼任・兼業や複数ファンドの運営を行う場合は、**GPは利益相反が生じやすい運営構造にあることを認識し、利益相反のおそれがないか広く検証を行った上で**、利益相反管理を徹底することが推奨される。他事業との兼任・兼業については、GP内のリソース配分やファンド運用との関係を明確にした上で、ファンドの運営に影響があり得る場合には、投資先企業の価値向上につながるもの等、LPのリターン向上に資するものに限定することが推奨される。また、複数ファンドの運営については、ファンド間の利益相反に関する明確な管理体制（GP内のリソース、投資機会、エグジット時期等）を整備することが推奨される。

(注)利益相反事項については、LPACに諮問を求める方法のほか、各LPに説明の上、一定数以上のLPの同意を得るという対処方法等も考えられる。

## 推奨される事項

## 期待される事項

受託者責任・ガバナンス

利益相反管理等

情報提供

投資方針

投資先企業の価値向上

その他

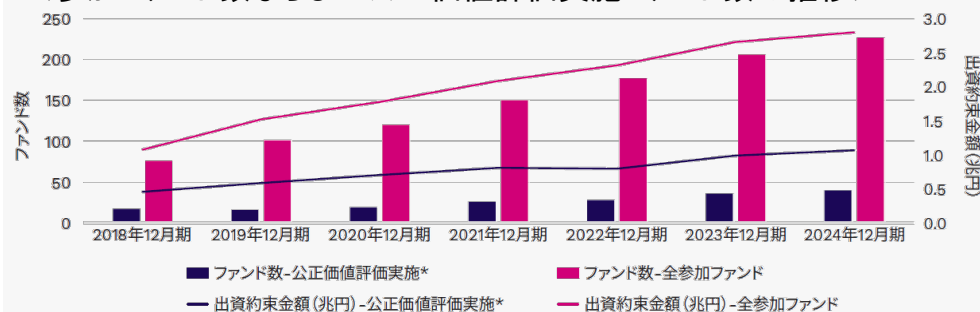
## 7. 保有資産の公正価値評価 フォローアップの方向性

- JVCAが継続的に実施する「国内VCパフォーマンスベンチマーク調査」によれば、公正価値評価を採用するファンド数・総額は年々増加傾向にある。
- 加えて、アンケート結果(資料4 P10)においても、特にファンドレイズを重ねるVCでは、公正価値評価の導入・運用定着に向けた動きが見られた。

また、LPにおいては、機関投資家がVCへ投資判断するに当たって公正価値評価の実施を重視していることが確認された。

- 一方、スタートアップの公正価値評価では業種や成長ステージ等によって評価プロセスが大きく異なるため、GPには専門的なノウハウや体制整備が求められるが、監査法人を含む業界関係者の間で関連するプラクティスが十分に蓄積されているとは言えないとの指摘もある。
- JVCAにおける会員向けの勉強会の実施等を通じて、公正価値評価のための体制を整備するVCも増えつつある中、更なる普及を図っていく上では、実務で活用可能な好事例や評価プロセスを整理し、海外事例も含めたプラクティスを業界関係者の間で蓄積していくことが重要である。
- このため、海外も含めた公正価値評価のプロセス(例えばスタートアップの業種・ステージ毎の評価の方法、体制)等に係るプラクティスの蓄積を目的に、GPやLP、監査法人等の実務者を交えた協議・研究の場を設けて、事例集の作成等を目指すこととしてはどうか。

＜参加ファンド数ならびに公正価値評価実施ファンド数の推移＞



(出所) Preqin-JVCA国内VCベンチマーク調査(2025年6月実施を含め過去7回実施)

# VCRHsの見直し案 投資方針①

推奨される事項			期待される事項		
受託者責任・ガバナンス	利益相反管理等	情報提供	<b>投資方針</b>	投資先企業の価値向上	その他

## 【9】. 投資方針 見直しの方向性

- VC投資は、ごく一部の成功案件がファンド全体のリターンを押し上げる収益構造であり、かつスタートアップへの長期投資を前提としている。このため、他のアセットクラスと比較して、**ボラティリティが高いことに加え、Jカーブ<sup>(注)</sup>が大きく、リターンの実現には時間を要する**。一方、投資先企業が成功すれば、**高いアップサイドのリターンが期待される投資商品**である。
- 近年は内外機関投資家において運用対象の多様化等の観点から、オルタナティブ投資の注目が高まっているものの、VCファンドよりも比較的短期で安定したリターンが期待できるPEファンド等への投資が選好されていることが指摘されている。VCへの内外機関投資家の資金供給を拡大させていくためには、GPにおいて**より高いアップサイドの創出をどのような戦略で実現しようとしているのか明確化し、投資家に訴求していくことが不可欠**である。

(参考)資料1 P8のとおり、日本と米国におけるVCファンドの投資パフォーマンスを比較すると、パフォーマンスの中央値には大きく差はないものの、**米国VCの方が、投資パフォーマンスのボラティリティは高く、より高いアップサイドのリターンが創出**されている。このような背景から、米国では、機関投資家から相応の資金がVC投資へ充てられていると考えられる。

- このため、GPは、
  - ・LPがより高いアップサイドのリターン獲得を期待していることを意識し、
  - ・自らの**強み・特徴を踏まえた他のアセットクラスやVCファンドとの差別化戦略、リスク・リターンバランスを明確にした投資方針**(どのような領域・ステージにおいて成長機会を捉え、ソーシング活動・投資選定を行うのか、どのように企業価値向上を図り、リターン実現に向けた出口戦略を設計するのか)**を定め、**
  - ・LPに対して**分かりやすく説明することが推奨される**旨の項目を新設してはどうか。

(注)プライベートエクイティ投資において、投資開始当初は収益の計上が行われず、コスト負担の影響で収益・キャッシュフローのマイナスが続き、その後の時間経過に伴い収益が上がること

## VCRHsの見直し案 投資方針②

推奨される事項			期待される事項		
受託者責任・ガバナンス	利益相反管理等	情報提供	投資方針	投資先企業の価値向上	その他

### 【9】. 投資方針 見直しの方向性（続き）

- また、GPは、運用期間中に投資環境等が当初想定していたシナリオから変動し得ることを踏まえ、**LPのリターン最大化の観点から、投資方針について不断の点検を行うことが重要**である。
- そのため、GPは、当初想定していたシナリオから変化が生じた場合には、必要に応じて、**当初の投資方針を見直すとともに、見直しに至った合理的な理由について、LPに説明を行うことが考えられる**旨、あわせて記載してはどうか。

### 【9】. 投資方針 見直し案

※新設

**【9】. GPは、LPが他のアセットクラスと比較して、より高いアップサイドのリターン獲得を期待していることを意識し、自らの強みや特徴を踏まえた他のアセットクラスやVCファンドとの差別化戦略、リスク・リターン設計を明確にした投資方針（主たる投資対象とする領域・成長ステージ、有望な投資先を見つけるためのソーシング戦略、投資後の経営支援を通じた企業価値向上の戦略やリターン実現に向けた出口戦略の考え方等）を策定し、LPに対して分かりやすく説明を行うことが推奨される。**

また、GPは、運用期間中において、投資環境の大きな変動等、当初想定していたシナリオから変化が生じた場合には、必要に応じて、LPのリターン最大化の観点を踏まえ、当初の投資方針を見直すとともに、見直しに至った合理的な理由について、LPに説明を行うことが考えられる。

## I. VCRHsの見直しの趣旨

## II. VCRHsの見直し案

### 1. 推奨される事項

### 2. 期待される事項

### 3. その他

推奨される事項				期待される事項	
受託者責任・ガバナンス	利益相反管理等	情報提供	投資方針	投資先企業の価値向上	その他

## 9. スタートアップとの投資契約 見直しの方向性

- GPIは、LPの利益の最大化の観点から、ファンドの利益を損なうことのないよう、投資先企業の経営の規律付けを行う必要がある一方、契約を通じて過度に経営をコントロールしようとする、投資先企業の迅速な経営判断の負担・制約となり、かえって投資先企業の成長にマイナスとなり得る。そのため、GPIは、投資契約における個々の契約条項を検討するに当たり、**投資先企業の規律付けと、投資先企業の迅速な経営判断による企業価値向上とのバランスをいかに図るかが重要**である。
- この点、**経営の規律付けの度合いは、投資先企業の成長フェーズやガバナンスの成熟度に応じて変化していくもの**であり、それに合わせて投資契約の内容についても、投資先企業の企業価値向上やLPのリターン最大化につなげる観点から、投資先企業との対話を通じて、**適時に見直すことが考えられる**。
- また、VCによる投資先企業の規律付けについて、米国では、取締役会の過半数は社外取締役で構成されることが一般的であり、VCは社外取締役を派遣することで取締役会を通じたガバナンスを確保しやすい環境にある。一方、日本では、企業の経営陣が取締役の過半数を占めるケースが多く、契約を通じたガバナンスの確保がより重視されやすい。
- これらの点について、経済産業省では、グローバルに「高さ」のある成長を目指す日本のスタートアップがグローバルに引けを取らないガバナンス体制を構築し、それに合わせて**日本の投資契約実務をグローバルスタンダードに近づける**観点から、「我が国における健全なベンチャー投資に係る契約の主たる留意事項(増補版)」(2025年9月)を整備している。
- 現行のVCRHsでは、「スタートアップとの投資契約」の中で、GPIは契約締結時に資金調達や事業展開の過度な制約とならないよう投資先企業と十分に意思疎通を図ることについて記載されているが、これに加え、GPIによる適切な形での投資先企業の規律付けを促す観点から、**本留意事項(増補版)を参考にすることが考えられる旨**、追記してはどうか。

## VCRHsの見直し案 投資先企業の価値向上②

推奨される事項				期待される事項	
受託者責任・ガバナンス	利益相反管理等	情報提供	投資方針	投資先企業の価値向上	その他

### 9. スタートアップとの投資契約 見直し案

※赤字部分を追記

9. スタートアップとの投資契約については、エクイティ出資者として、業績のアップサイドを共有することでターンを獲得するため、投資先企業のガバナンス体制・水準も考慮しつつ、事後の資金調達ラウンドでの円滑な資金調達(海外投資家の呼込みも含む)や事業活動の展開に過度な制約とならないか、経営者による事業拡大・挑戦に向けたインセンティブ・意欲を適切に引き出すものとなっているかといった視点から、投資先企業と十分に意思疎通を図ることが期待される。

(注) スタートアップとの投資契約については、VCの利益確保のために盛り込んだ契約内容が、投資先企業の事業展開において過度な制約となる等、かえって投資先企業の成長を阻害してしまうこととなると、中長期的なLPのリターン最大化に沿わないことになることに留意する必要がある。

また、投資先企業の価値向上に資するガバナンス設計を促進し、LPのリターン最大化を図る観点から、投資先企業の取締役構成のほか成長フェーズやガバナンスの成熟度といった個社の事情等を踏まえつつ、「我が国における健全なベンチャー投資に係る契約の主たる留意事項(増補版)」(2025年9月、経済産業省公表)を参考にすることが考えられる。

## VCRHsの見直し案 投資先企業の価値向上③

推奨される事項

期待される事項

受託者責任・ガバナンス

利益相反管理等

情報提供

投資方針

投資先企業の価値向上

その他

### 10. 投資先の経営支援 見直しの方向性

- 体制面や経営ノウハウ、業界ネットワーク等が未成熟な投資先のスタートアップに対して、GPが自らの投資経験等を基に経営支援を行い、企業価値の向上を図ることは、VCとして果たすことが期待される重要な役割と考えられる。アンケート結果（資料4 P15-16、P18）においても、スタートアップ側・VC側双方から、各種経営支援に対するニーズや強化意向が確認されている。
- 特に、ディープテック・スタートアップの中には、グローバルにスケールするポテンシャルを持つ企業があるものの、**経営人材や事業化に向けた経営ノウハウ**が不足し、その点が事業成長や資金調達の制約となっていることが指摘されており、**VCによる経営体制の構築支援が有効**と考えられる。

また、スタートアップが大きくスケールアップするためには**海外進出も重要**であるが、スタートアップが海外企業との協業や海外VCからの資金調達を図るに当たって、**VCによる海外ネットワークを活用した海外展開支援が有効**といった指摘もある。
- GPが投資先企業の支援を効果的に行うためには、GPにおける体制整備が重要であり、例えば人材支援やビジネスマッチング支援を担う**専門チームの設置**や、海外展開支援に係る海外人材の採用や現地VCとの協業といった**外部ネットワークとの連携**等、投資先企業への支援体制を構築することも有効と考えられる。
- このため、VCRHsの「投資先の経営支援」の中で、一定のサポートを提供することについて既に記載されているが、スタートアップのグローバルなスケールアップに向けて、GPによる更なる経営支援を後押しするため、投資先企業の**経営体制の構築支援や海外展開支援を追記**するとともに、それらの基盤として、**体系的な支援体制を構築すること**についても、**注記に追記**してはどうか。

## VCRHsの見直し案 投資先企業の価値向上④

推奨される事項

期待される事項

受託者責任・ガバナンス

利益相反管理等

情報提供

投資方針

投資先企業の価値向上

その他

## 10. 投資先の経営支援 見直し案

※赤字部分を追記

10. 投資先企業の成長がVCのリターン獲得にとって重要であるため、VCの戦略や投資先企業の意向に応じて、投資先企業への資金供給に加え、投資先企業との建設的な対話・関係構築を通じ、投資先企業の事業目的達成を支援するべく、人材の紹介、ビジネスマッチング、ノウハウの提供・コーチング、M&Aの支援、**経営体制の構築支援、海外展開の支援**等の各種経営支援を提供することが期待される。

VCから取締役を派遣する場合には、投資先企業の実業取締役として当該企業の価値最大化のために、ガバナンス向上や事業拡大等に資する行動を行うことが期待される。

(注1) VCは投資先企業に対して、適切な資金管理やコンプライアンス管理を行う体制を構築することを含めたサポートを行うことも考えられる。

(注2) 投資先のニーズ等に応じた必要な各種経営支援を提供するに当たっては、投資先企業に対する支援機能をより強化するために、例えば人材紹介やビジネスマッチング等を担う専門チームの配置や、海外展開支援に係る海外人材の採用や現地VCとの協業といった外部ネットワークとの連携等、体系的な支援体制を構築することも考えられる。

(注32) VCから取締役を派遣する場合には、派遣元のVCと投資先企業との間で利益相反が生じることがあり得るが、取締役は、会社法上、当該企業に対して、善管注意義務及び忠実義務を負っていることに留意する必要がある。

## 推奨される事項

## 期待される事項

受託者責任・ガバナンス

利益相反管理等

情報提供

投資方針

投資先企業の価値向上

その他

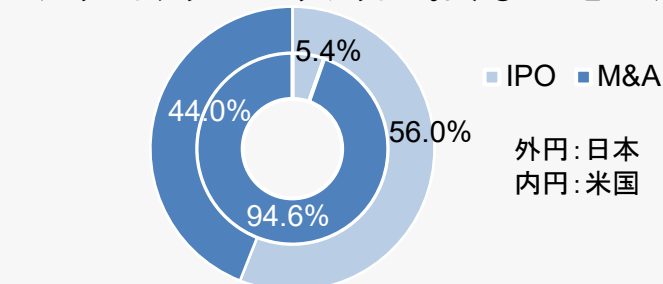
## 11. 投資先の資本政策支援 見直しの方向性

- スタートアップのエグジットにおけるM&AとIPOの比率について、米国ではM&Aが9割を占めるのに対し、我が国ではIPOが6割であり、依然としてIPOの比率が高い。
- 日本のスタートアップエコシステムを世界に伍するものとして発展させていく上では、スタートアップ各社が個社の事業フェーズや特性等を踏まえ、IPOやM&Aといった次の成長手段を適切に選択していくことが重要である。

VCにとっても、**IPOに限らずM&A等の最適なエグジット手段を検討することは、投資回収の機会が広がり、積極的な投資活動の継続にもつながるもの**と考えられる。

- この点、アンケート結果(資料4 P19-21)においても、VC、LPともにエグジット戦略の強化を重要視する回答が多く見られたとともに、一部VCでは、**ファンド期限から余裕を持った時間軸で、投資先企業と複数の出口シナリオについて対話を実施する取組も挙げられた。**
- 現行のVCRHsの「投資先の資本政策支援」の中では、M&Aも含めた最適なエグジットの方法・タイミングについて検討することが期待される旨について既に記載されているが、GPにおいて、より一層の出口戦略の多様化に係る意識の向上を図ることが重要ではないか。  
具体的には、GPは投資先企業の事業特性や市場環境を踏まえつつ、**複数の出口シナリオを計画的に検討し、その方向性について、投資先企業と早期から対話を行う旨、追記してはどうか。**

＜スタートアップのエグジットにおけるM&AとIPO比率＞



(出所)一般財団法人ベンチャーエンタープライズセンター  
「ベンチャー白書2024」

## VCRHsの見直し案 投資先企業の価値向上⑥

推奨される事項				期待される事項	
受託者責任・ガバナンス	利益相反管理等	情報提供	投資方針	投資先企業の価値向上	その他

### 11. 投資先の資本政策支援 見直しの方向性（続き）

□ 加えて、出口戦略の多様化の推進に向けて、投資先企業がIPO又はM&Aでエグジットする際の観点として、以下の事項を注記に追記してはどうか。

- **IPOによるエグジット**の場合、早期のIPO実現を優先することで、投資先企業が未成熟の段階で時価総額が小さいまま上場し、結果的にLPが期待するリターンにつながらないケースも見受けられるとの指摘がある。このため、GPは、LPのリターン最大化を図る観点から、**投資先企業の成熟度に応じた最適なタイミングに上場を行えるよう、そのサポートを行うことが期待されること**を追記してはどうか。
- **M&Aによるエグジット**の場合、投資先企業のM&Aを支援するため、一部VCではM&Aに関するノウハウの蓄積や支援体制の整備が進みつつあるが、今後業界全体への広がりを期待する指摘がある。また、GPによる投資先企業のM&A支援は、投資先企業がM&Aを活用した成長を図る上でも有効であり、LPのリターン最大化にも資するものと考えられる。  
このため、**GP自体においてM&Aに関するノウハウの蓄積や体制整備を図ること、また、スタートアップのM&Aに関する実務について整理した「スタートアップM&Aガイダンス」(経済産業省)を参考にすることを追記してはどうか。**

推奨される事項

期待される事項

受託者責任・ガバナンス

利益相反管理等

情報提供

投資方針

投資先企業の価値向上

その他

## 11. 投資先の資本政策支援 見直し案

※赤字部分を追記

11. 投資を行った資金調達ラウンド以降においても、当該企業の成長に向けた資金調達に必要な協力を行うことが期待される。その際、VCの戦略や投資先企業の意向に応じ、LPのリターン最大化を図る観点から投資先企業の成長を支えることが適当な場合等、必要性・合理性が認められる場面においては、フォローオン投資の実施や他の投資家の紹介、投資契約の修正等の相談にも応じることが期待される。

また、ファンドの存続期間が課題となる場合もあり得るが、LPのリターン最大化を図る観点から、投資先企業の価値向上等のためにファンドの存続期間を延長することや、**既存株主又は新規投資家への譲渡といったセカンダリー取引(ダイレクトセカンダリー等)の活用**について、LPとGPにおいて十分に意思疎通を図ることが期待される。投資先企業のエグジットについては、LPのリターン最大化を図る観点から、上場だけでなく、**M&Aや戦略的パートナー(事業会社等)との資本業務提携を通じた譲渡といった複数の出口戦略のシナリオを計画的に検討した上で、投資先企業の成長段階に即した適切な株主構成の形成にも資するようも含めた、最適なエグジットの方法・タイミングについて投資先企業と早期から対話を行いを検討し**、投資先企業の企業価値向上に向けた対応を行うことが期待される。

(注1～3)略

(注4) 上場によるエグジットに関しては、**投資先企業のビジネスモデルの確立が十分ではない等、投資先企業が未成熟の段階で時価総額が小さいまま上場することにより、結果的にLPが期待するリターンにつながらないことも考えられる。**このため、GPはLPのリターン最大化を図る観点から、**投資先企業の成熟度に応じた最適なタイミングに上場を行えるよう、そのサポートを行うことが期待される。**

(注5) M&Aによるエグジットに関しては、**最適な手段・方法により、投資先企業がM&Aを行うことを支援するため、GP自体において予めM&Aに関するノウハウの蓄積や体制整備を図ることが期待される。**なお、M&A支援は、**出口戦略の多様化に限らず、投資先企業がM&Aを活用した成長を図る上でも重要であり、当該支援を行うに当たっては、「スタートアップM&Aガイダンス」(2026年5月、経済産業省公表)を、必要に応じて参考にすることが考えられる。**

## I. VCRHsの見直しの趣旨

## II. VCRHsの見直し案

1. 推奨される事項
2. 期待される事項
3. その他

## VCRHsの見直し案 対象①

### 本推奨・期待される事項の対象 見直しの方向性

- VCRHsは、内外機関投資家からの資金調達を目指すGPとファンドへの投資者であるLPとの間で活用されることが想定されている。具体的には、GPにおいて、ファンド運営の高度化及びLPのリターン最大化を図るために、自らの判断によりVCRHsを意識した運営がなされることが期待されている。そして、LPにおいては、VCRHsを踏まえたGPへの適切な働きかけ及び対話の促進が図られることが期待されている。
- 他方、我が国ではVCファンドへLP出資をする投資家の構成として、機関投資家以外の事業会社や戦略的投資を行う金融機関等のLPが相応の割合を占めており、このようなLPは、スタートアップとの戦略的シナジーの創出、オープンイノベーションの促進等を主要な投資目的としている。  
当該LPにとっても、GPがVCRHsに記載されている適切な運用体制を構築するとともに、投資先企業への経営支援等を推進し、投資先企業の企業価値向上を図ることは、LPの不測の損害を回避し、有望なスタートアップとの連携機会の実現等につながるため、有益であると考えられる。
- また、日本版EMP(新興運用業者促進プログラム)の取組が進展し、新興運用業者のGPに投資を行うLPも広がりつつある。  
当該LPにとっては、将来的な顧客向け商品の委託先の開拓等を見越して、早期から有望な新興運用業者との関係構築を図っていくことが、主要な投資目的であるため、VCRHsを活用した対話を通じて、新興運用業者のファンド運営の高度化を促進していくことは有益と考えられる。
- このため、「本推奨・期待される事項の対象」として、以下の事項について追記してはどうか。
  - － 機関投資家以外のLPにおいても、その投資目的に照らし、必要に応じてVCRHsが参照されることも期待される旨
  - － 日本版EMPに取り組むLPが新興運用業者のGPのファンドに投資を行う場合、ファンドの規模や体制等の実情に応じて、VCRHsを参照することが期待される旨

## 本推奨・期待される事項の対象 見直し案

※赤字部分を追記

本推奨・期待される事項は、広く内外機関投資家から資金調達を目指すVCにおいて、その VCの実態に応じ、LP及びGPにより活用されることが想定される<sup>3</sup>。VCは、自らの規模や特性等を考慮のうえ、一部の本推奨・期待される事項を実施しないこともあり得る。その場合、そうした判断を行った合理的な理由や将来展望等について、LPとGPの間で意思疎通されることが期待される。

また、広く内外機関投資家から資金調達を目指すVC以外のVCは、

- 1つ又は少数の事業会社等のLPとともに設立されるコーポレート・ベンチャーキャピタル(CVC)、及び金融機関や大学がその本業との関係で戦略的に設立した金融系・大学系VCにおいては、ガバナンスの在り方等について特殊性があり得ることに留意する必要がある。一方、そのLPの意向等に応じて、GPによる本推奨・期待される事項を意識したファンド運営が期待される場合等には、必要に応じて参照されることも期待される<sup>4</sup>。
- 初期段階のVCにおいては、VCの規模や資金調達状況に応じた運営体制をとることが想定される。一方、将来的に広く内外機関投資家からの資金調達を視野に入れている場合には、LP及びGPにおいて、将来的に本推奨・期待される事項を満たすよう体制の構築を図っていくことを視野に入れる等、必要に応じて参照されることも期待される。

一方、機関投資家であるLPの他、機関投資家以外のLP(事業会社、戦略投資を行う金融機関等)においても、その投資目的に照らし、本推奨・期待される事項が必要に応じて参照されることも期待される<sup>5</sup>。

<sup>3</sup>~<sup>4</sup> 略

<sup>5</sup> 金融庁においては、「資産運用立国実現プラン」(2023年12月公表)の下、新興運用業者促進プログラム(日本版EMP)として、官民連携して新興運用業者に対する資金供給の円滑化を図ることで、新興運用業者にとってシードマネー獲得のチャンスが拡大していく流れを広げるとともに、新興運用業者による運用成果を通じて、金融機関も自社の運用力の向上や将来的な顧客向け商品の委託先の開拓につながるよう、金融機関に対して、新興運用業者を積極的に活用した運用を行うことや、新興運用業者について単に業歴が短いということのみによって排除しないことを要請している。日本版EMPの取組を進める金融機関等のLPにおいては、新興運用業者であるGPが運用するVCに投資を行う場合には、その新興運用業者の成長が将来的に自社のリターン最大化にもつながることを踏まえ、ファンドの規模・体制等の実情に応じて本推奨・期待される事項を参照することが期待される。